

Los ajustes por inflación en la empresa española

Fco. Javier Ayerbe Cortés

*Departamento de Teoría Económica
Facultad de Ciencias Económicas y Empresariales
Universidad de Barcelona
Avda. Diagonal, s/n - 08034 Barcelona*

Los ajustes por inflación en la empresa española

RESUMEN

En períodos inflacionarios los estados contables de la empresa precisan de diversos ajustes, tanto en el excedente de explotación como en el beneficio contable, siendo de particular importancia el ajuste en los gastos financieros.

La realización de esos ajustes en la empresa española, en el período comprendido desde mediados los años sesenta a inicios de los ochenta, permite obtener en los últimos años una rentabilidad financiera ajustada sensiblemente superior a la contable, fruto de un beneficio y ahorro de empresas no contabilizado.

The Adjustments for Inflation in The Spanish Firm

ABSTRACT

During inflationary periods the Financial Statements of the firm must be adjusted. These corrections are performed on operating surplus and on countable profit, being of particular importance the adjustment on financial expenditures (interests).

When we make these adjustments in the spanish firm, in the period that ranges from the mid-sixties to the earliest eighties, we realize that, in the last years of that period, the adjusted financial profitability was greater than the countable profitability, showing a corporate profit and saving not accounted for.

Los ajustes por inflación en la empresa española*

1. LOS AJUSTES POR INFLACIÓN EN UNA ECONOMÍA CERRADA¹

En períodos inflacionarios los estados contables precisan de diversos ajustes a fin de establecer una correcta valoración del beneficio, como rentabilidad de los recursos propios, y ahorro de empresas.

Esos ajustes afectan tanto al Balance como a la Cuenta de Resultados, correspondiendo la divergencia que originan entre el beneficio contable y el beneficio ajustado, a un beneficio retenido (ahorro de empresas) no contabilizado, que tendrá repercusiones en el cálculo de la nueva rentabilidad financiera.

Los ajustes a realizar son independientes de las variaciones en los precios relativos, incluido el tipo real de interés, que acompañan a todo proceso inflacionario. Es por esto que el análisis teórico de esos ajustes se iniciará con el caso de una inflación neutral, aunque posteriormente tendremos presente la variación de precios relativos que acompaña a todo proceso inflacionario, tanto a nivel teórico como en su influencia en la rentabilidad de la empresa española.

1.1. Los ajustes en amortizaciones y existencias.

En períodos inflacionarios, el cómputo del capital circulante real consumido a precio de adquisición o coste histórico, conduce a una sobrevaloración del excedente bruto de explotación de las empresas.

* Este artículo se basa en la primera parte de la tesis que con el título de "El ahorro de empresas" fue presentada por el autor en la Facultad de C.C.F.E. de la Universidad de Barcelona, en Septiembre de 1988.

1. Los ajustes analizados son los relativos a una economía cerrada, puesto que éstos son los utilizados en los trabajos posteriormente comentados.

Para un tratamiento teórico de los ajustes por inflación en una economía abierta, ver la tesis del autor: "El ahorro de empresas" Barcelona (1988).

Asimismo, en cuanto que las amortizaciones del capital fijo estén calculadas a partir de un inmovilizado material neto cuyo valor no se ha actualizado nominalmente, también se incurrirá en una sobrevaloración, en pts. corrientes, del excedente neto de explotación.

Los ajustes por inflación tienen por objeto obtener una correcta valoración de ese capital circulante y fijo consumido.

Antes de la realización de esos ajustes por inflación, las amortizaciones contables serán idénticas en un período inflacionario a las de un período de precios estables.

El ajuste en las amortizaciones requiere previamente una revalorización nominal del inmovilizado material neto, a la tasa de inflación neutral π .

Una vez realizada esa revalorización en esa partida de Balance, las dotaciones para amortizaciones también aumentarán a esa tasa π respecto a las de un período de precios estables; tasa a la que deben estar aumentando, bajo inflación neutral, el resto de ingresos, costes y, por lo tanto, beneficios nominales, así como los bienes de Activo real de la empresa.

El siguiente ajuste recaerá en las existencias de Balance, representativas del capital circulante real de la empresa, así como en las existencias de materias primas y productos semielaborados consumidas por la empresa en el desarrollo de su actividad productiva.

Si valoramos las existencias incorporadas al producto final a un coste histórico, obtendremos un mayor beneficio como consecuencia de la compra anticipada de materias primas.

Ese mayor beneficio no es más que un beneficio aparente, debido a que el beneficio contable incluye la ganancia nominal sobre el capital circulante consumido, que corresponde a un mantenimiento del valor real de los recursos financieros invertidos en su adquisición.

Si considerásemos los beneficios como los resultantes después de imputar el coste de las existencias consumidas a su coste histórico, y repartiésemos los beneficios remanentes como dividendos, la empresa se estaría descapitalizando ya que estaríamos subestimando el valor de las existencias incorporadas al producto final.

Una vez realizado ese ajuste, el coste del capital circulante real consumido, al igual que el correspondiente al capital fijo consumido, aumentará a la tasa de inflación neutral π .

Por lo que respecta a las existencias de Balance, deberán ser sometidas a revalorización nominal, al igual que se realizaba con los bienes de capital real correspondientes al inmovilizado material.

En cualquier caso, la importancia de los ajustes a realizar en las existencias de Balance y en las de la Cuenta de Resultados, dependerá

del método de valoración de las existencias empleado por la empresa².

Cuando ese método sea, por ejemplo, el F.I.F.O., el mayor beneficio contable aparente suplirá a la no revalorización nominal de las existencias de Balance.

Las revalorizaciones descritas del inmovilizado material neto y existencias de Balance, representativas del capital real de la empresa, tendrán su contrapartida en el mantenimiento del valor real de los recursos financieros aportados.

1.2. La financiación con recursos ajenos o deuda.

La realización de los dos ajustes anteriores nos proporciona un excedente neto de explotación ajustado de un valor inferior al contable.

Ahora bien, ese mismo excedente neto de explotación ajustado precisará de un ajuste ulterior, a fin de conocer su reparto adecuado entre beneficios e intereses.

Ese ajuste se justifica por el hecho de que en la Cuenta de Explotación se registra como gasto corriente (retribución de prestamistas y obligacionistas) la totalidad de intereses que resultan de aplicar un tipo nominal de interés a los recursos ajenos.

Solamente constituyen gasto corriente para la empresa (y retribución como renta), los intereses que se obtienen al aplicar un tipo real de interés a la deuda, el resto mantiene el valor real de los resultados ajenos y su pago por la empresa constituye una aplicación de beneficios (ahorro de empresas): devolución anticipada de deuda, y no un gasto corriente que origine menores beneficios.

Para describir el ajuste en gastos financieros supondremos que la empresa pagaba en el período pre-inflacionario un tipo nominal y real de interés: r .

Asimismo supondremos que en el período inflacionario t el tipo real de interés permanece constante, con lo que el tipo nominal de interés i_t será igual a:

$$i_t = r_t (1 + \pi_t) + \pi_t \quad [1]$$

Si RA_t son los recursos ajenos totales de inicio del período inflacionario t , entonces

2. Cuando la empresa emplee métodos de valoración próximos al método F.I.F.O., los ajustes por inflación recaerán en mayor medida en las existencias consumidas que en las recogidas en Balance. Si el método empleado es el L.I.F.O. el peso mayor del ajuste recaerá en las existencias de Balance.

$$\begin{array}{cc} \text{(A)} & \text{(B)} \\ RA_t \times i_t = RA_t \times r_t (1 + \pi_t) + RA_t \times \pi_t & \end{array} \quad [2]$$

reflejará los pagos por "intereses" contabilizados como gasto en la Cuenta de Explotación.

En realidad, solamente la expresión (A) refleja gastos corrientes por intereses de la empresa, que al igual que el resto de ingresos y gastos aumentan a la tasa de inflación neutral π_t .

Al incluir el término (B), los beneficios contables quedan subvalorados en esa cuantía. De hecho, la inclusión equivocada de ese término como gasto corriente del ejercicio puede hacer fácilmente que los gastos financieros se tripliquen en un período inflacionario respecto a otro de precios estables³.

Ese término (B) no es más que una ganancia nominal de deuda, y su pago por la empresa constituye una aplicación de beneficios y no un gasto corriente que origine menores beneficios.

Al igual que en el caso de los ajustes por amortizaciones y existencias, la realización del ajuste por gastos financieros en la Cuenta de Explotación deberá guardar relación con los ajustes a realizar en el Balance.

Para mostrar esa relación partiremos de un Balance de inicio de ejercicio en el que las únicas partidas constitutivas del Activo son bienes reales: inmovilizado material neto: IN_t , y existencias: E_t .

Como contrapartida, en el Pasivo tendremos los recursos propios (RP_t) y los recursos ajenos netos de activos financieros y monetarios. Es decir, las partidas monetarias de Activo: tenencias de tesorería, de títulos de renta fija, deudores, clientes... las restamos de sus equivalentes partidas de Pasivo, constituyendo el saldo resultante los recursos ajenos netos ($R.A.N.$)⁴.

Tendremos, al inicio del período t :

$$IN_t + E_t = RP_t + RAN_t \quad [3]$$

3. Con un tipo real de interés, inalterado en el período inflacionario, del 5% y una tasa de inflación del 10%, tendremos un tipo nominal de interés en el período inflacionario del 15,5%.

Los "intereses" del período inflacionario aumentan, respecto al período de precios estables, a la tasa unitaria $M + \frac{M}{r}$, es decir en un 210%.

4. La diferencia entre los activos y pasivos financieros será generalmente, en la empresa industrial, de signo favorable a los pasivos. El coste de esos recursos ajenos netos será la diferencia entre los gastos financieros y los ingresos financieros, generados por el pasivo exigible y los activos financieros considerados.

Si durante el período inflacionario t no se realizan inversiones reales ni, por lo tanto, se incurre en nueva financiación, tendremos que el Balance de final de ejercicio precisará de la adición del siguiente término:

(B)

$$IN_t \times \pi_t + E_t \times \pi_t = RP_t \times \pi_t + RAN_t \times \pi_t \quad [4]$$

La revalorización nominal de los bienes de Activo real no sólo sirve para mantener el valor real de los recursos propios sino que, además, parece que la empresa endeudada obtiene una ganancia real adicional debida al endeudamiento, por pérdida del valor real de la deuda, y de valor $RAN_t \times \pi_t$. Ganancia que no obtiene la empresa que se financia únicamente con recursos propios.

Sin embargo, esa supuesta ganancia no hace sino compensar la consideración de la totalidad de pagos de intereses (inclusión del término B) como gasto corriente en la Cuenta de Explotación.

Precisamente, la complementariedad de los ajustes en Balance y Cuenta de Explotación exige que, para poder contabilizar como gasto corriente únicamente los gastos financieros resultantes de aplicar un tipo real de interés a la deuda, se debe también registrar una revalorización nominal en los bienes de activo real que permita obtener la pérdida de valor real de la deuda (Término B)⁵.

1.3. Ajustes totales por inflación en el Balance y Cuenta de Resultados.

El efecto neto sobre el beneficio contable de los tres ajustes mencionados: consumo de capital circulante, consumo de capital fijo e intereses, dependerá de la composición del Activo real de la empresa y de la estructura de financiación de ese Activo.

Así, y suponiendo un Balance constituido como el reflejado en [3], si tenemos un inmovilizado material valorado a coste histórico, las dotaciones para amortización de ese capital real, recogidas en la Cuenta de Explotación, estarán subvaloradas por un importe de

$IN_t \times \pi_t \times \delta$, en donde

δ : Tasa de depreciación del inmovilizado material.

5. Obviamente, la empresa al final del período inflacionario puede tener una deuda nominal igual o diferente a la de inicio de período, sin que esto afecte a la validez del cálculo del beneficio ajustado, aunque evidentemente sí que afecta a su aplicación.

Análogamente, si el consumo de existencias de bienes incorporados al producto final se valoró a costes históricos y no de reposición, tendremos, en el caso de que el flujo de entradas y salidas de stocks sea uniforme, una subvaloración del capital circulante consumido por un importe de:

$$E_t \times \pi_t$$

Finalmente, el ajuste en los gastos financieros será por un valor:

$$RAN_t \times \pi_t$$

El efecto total de los ajustes en la Cuenta de Resultados será:

$$\text{Beneficio ajustado} = \text{Beneficio contable} +$$

$$RAN_t \times \pi_t - IN_t \times \pi_t \delta - E_t \times \pi_t =$$

$$\text{Beneficio contable} + \pi_t [RAN_t - IN_t \times \delta - E_t] \quad [5]$$

El signo de la divergencia entre beneficios contables y ajustados dependerá de

$$RAN_t - IN_t \times \delta - E_t \quad [6]$$

En el caso, frecuente en la empresa industrial española, de que los recursos ajenos netos financien no solamente el stock de capital circulante real, sino también una proporción del inmovilizado material neto mayor que la tasa de depreciación, entonces el beneficio ajustado superará al contable.

Para finalizar este apartado consideraremos el caso de una inflación no neutral, en donde

π_{tE} : tasa de aumento de precios de las existencias.

π_{tI} : tasa de aumento de precios del inmovilizado material.

La realización de ajustes en el Balance transformará la expresión [4] en

$$IN_t \times \pi_{tI} + E_t \times \pi_{tE} = RP_t \times \pi_t + RAN_t \times \pi_t + IN_t (\pi_{tI} - \pi_t) + E_t (\pi_{tE} - \pi_t) \quad [7]$$

Ahora existen unas ganancias o pérdidas reales de capital, que reflejan la diferencia entre la tasa de inflación específica de los bienes que posee la empresa y la tasa de inflación promedio de la economía.

En cuanto que los ajustes en la Cuenta de Resultados dependen, para su validez, de las revalorizaciones nominales de los bienes de Activo real de la empresa, es la tasa de inflación de tales bienes la relevante, en último término, para la realización de los diversos ajustes por inflación y obtención del tipo real de interés a aplicar a la deuda.

2. ESTUDIOS EMPÍRICOS SOBRE LA RENTABILIDAD DE LA EMPRESA ESPAÑOLA

Una vez descritos los ajustes por inflación, vamos a estudiar la evolución de la rentabilidad económica y financiera, contable y ajustada, de la empresa española.

Nos basamos en tres estudios, todos ellos referentes a empresas no financieras: el realizado por la Asociación para el Progreso de la Dirección (A.P.D. 1981), la tesis doctoral de M.A. Espitia (1985), y el elaborado por E. Fernández y F. Gutiérrez, del Servicio de Estudios del Banco de España (1985).

El cálculo correcto de la rentabilidad exige considerar como recursos financieros, los recursos de inicio de período más los aportados durante el ejercicio ponderados por su tiempo de utilización, aunque esto plantea problemas de índole práctica.

A este respecto, consideramos conveniente señalar que los ratios de rentabilidad económica y financiera que corresponden a los tres estudios sobre la empresa española que se analizarán en los próximos apartados, son una simple traslación de los allí considerados.

En el caso (estudio del Banco de España) en que esos ratios no están publicados, se ha detraído el ahorro de empresas de los recursos propios de final de ejercicio, pero se ha optado por no deducir las aportaciones de capital realizadas durante el ejercicio.

Los recursos así calculados conducen a una subestimación de la rentabilidad obtenida, pero esto no es muy importante en cuanto que lo que pretendemos no es conocer el valor de la rentabilidad en un ejercicio concreto sino su evolución.

2.1. Rentabilidad económica.

La rentabilidad económica neta expresa la relación entre el excedente neto de explotación y los capitales totales invertidos, representa-

dos por el Activo o Pasivo total neto.

El cálculo de la rentabilidad económica ajustada considera un excedente neto ajustado generalmente inferior al contable, y unos activos empleados en la consecución de ese excedente que, una vez ajustados, tienen un valor superior al contable.

La rentabilidad económica así obtenida es una rentabilidad real, ya que los activos de la empresa están valorados a precio de reposición y, por lo tanto, mantienen su valor real.

A partir de la Tabla I podemos apreciar la disminución de la rentabilidad económica a partir de 1974, porcentualmente más importante en términos ajustados que contables⁶.

Las diferencias en los niveles absolutos de rentabilidad son un reflejo de las grandes diferencias de rentabilidad en la empresa española, no sólo entre sectores sino dentro del mismo sector⁷.

Una causa de la disparidad en la evolución de las rentabilidades ajustadas, proviene de los diferentes supuestos empleados en los ajustes efectuados en el excedente contable. Valga como ejemplo, que mientras A.P.D. supone una tasa de depreciación sobre el inmovilizado bruto del 10%, el Banco de España utiliza, en su Hipótesis I, coeficientes de amortización del 3,2% sobre el inmovilizado material bruto, que luego amplía, en una hipótesis posterior, al 5%.

2.2. Rentabilidad financiera y tipos reales de interés.

Para obtener el valor del beneficio ajustado, se realiza en el nuevo excedente de explotación el ajuste sobre gastos financieros, que supone contabilizar los intereses a un tipo real de interés.

También se incluye en el beneficio neto ajustado, el ajuste que recoge las ganancias o pérdidas reales de capital para la empresa debidas a la diferencia entre la tasa de aumento de precios correspondiente a los bienes de Activo real de la empresa y la tasa de inflación general de la economía.

6. Una vez realizados los ajustes, la rentabilidad ajustada debería ser inferior a la contable. El que esa relación no se cumpla en el trabajo de Espitia se debe a que este autor, en el cálculo de los activos a precios de reposición, tiene en cuenta el progreso técnico incorporado a los bienes de capital de cada año, los cuales están expresados en unidades equivalentes de eficiencia productiva de 1981.

7. La mayor rentabilidad observada en el estudio de A.P.D. deriva, parcialmente, del hecho de que ese estudio consta de empresas que cotizan y no cotizan en Bolsa, mientras que en los otros dos estudios todas las empresas cotizan, siendo menor la rentabilidad en este tipo de empresas.

Los ajustes descritos a realizar en la Cuenta de Resultados, tienen su complemento en los ajustes a realizar en el Balance.

A este respecto, se debe recordar que parte de los ajustes a efectuar en Balance y Cuenta de Resultados se realizan automáticamente mediante las Regularizaciones periódicas de los bienes de Activo real de la empresa, siempre y cuando se reconozca que la regularización correspondiente a la parte de bienes de Activo real financiados con recursos ajenos, es un beneficio previamente no contabilizado que compensa el cómputo de la totalidad de gastos financieros en la Cuenta de Resultados.

TABLA 1

RENTABILIDAD ECONOMICA NETA ANTES DE IMPUESTOS (porcentajes)

	CONTABLE			AJUSTADA		
	A.P.D.	ESPITIA	BCO. ESPAÑA	A.P.D.	ESPITIA	BCO. ESPAÑA
1962		10,4	7,94		10,8	
1963		10,1	6,86		10,4	
1964		10,1	7,3		11,2	
1965		8,4	6,2		10	3,8
1966		7,9	5,67		9,6	3,95
1967		7,0	5,39		8,2	4,05
1968		7,5	5,78		8,3	4,51
1969		8,3	6,18		8,1	4,89
1970		8,8	6,27		8,2	4,69
1971		9,3	6,58		8,3	4,53
1972	12,99	9,8	6,64	13,41	8,4	4,39
1973	12,59	10,4	6,94	10,3	7,8	4,36
1974	11,57	8,9	5,97	4,4	6,5	1,45
1975	9,54	8,3	5,51	7,6	5,9	3,6
1976	9,8	7,1	5,58	9,1	5,2	3,48
1977	11,17	7,6	5,88	6,86	4,75	3,-
1978	11,1	7,1	4,97	8,12	3,6	1,61
1979	11,-	6,-	4,71	11,1	4,-	1,90
1980	8,6	5,7	4,84	6,97	3,7	2,32
1981	9,0	6,8	5,84	9,37	4,1	2,40
1982	---	---	5,33	---	---	2,03

En los ajustes de Balance, en el estudio de A.P.D. las diferencias entre el inmovilizado material neto, contable y ajustado, son pequeñas, mientras que en el estudio del Banco de España, la serie ajustada del inmovilizado material acumula unas diferencias significativas en relación a la serie contable.

Varias son las causas que explican la diferente magnitud del ajuste del *inmovilizado* en uno u otro estudio:

1. El estudio de A.P.D. parte de 1972 mientras que el del Banco de España realiza los ajustes a partir de 1965, con lo que las revalorizaciones del inmovilizado material comprendidas entre 1965 y 1972 se acumulan en el estudio del Banco de España, que ya obtiene en 1972 un inmovilizado neto ajustado sensiblemente superior al contable.

2. La tasa de amortización aplicada sobre el inmovilizado material bruto es del 10% en el estudio de A.P.D., frente a un 3,2% en el estudio del Banco de España.

3. En el estudio del Banco de España la inversión se revaloriza en la mitad de la inflación del período, mientras que en el estudio de A.P.D. se considera correctamente valorada.

4. En el estudio de A.P.D., la tasa de depreciación se aplica sobre el inmovilizado de final de período, con lo que la inversión realizada en el período se considera sujeta a amortización, a diferencia de lo que ocurre en el estudio del Banco de España, donde la tasa de depreciación se aplica sólo sobre el inmovilizado de final del período anterior.

5. Finalmente, la ecuación de A.P.D. que recoge la valoración del inmovilizado *bruto* ajustado, revaloriza al inmovilizado neto del período anterior por el factor $(1 - \delta)(P_t^1 - 1)$, obteniéndose la revalorización neta del inmovilizado *neto* inicial, cuando lo que se trata de hallar es el inmovilizado *bruto* ajustado⁸.

La corrección por la mayor dotación a amortizaciones ya se efectuará cuando se calcule el valor del inmovilizado neto ajustado.

La otra partida real del Activo de la empresa la constituyen las existencias.

En el estudio del Banco de España las ganancias nominales debidas a revalorización de las existencias son poco importantes, en tanto que en A.P.D. el ajuste modifica de forma significativa la cifra original.

Las posibles causas de la diferente magnitud del ajuste sobre las *existencias* en cada estudio son:

1. En el estudio del Banco de España, aparece en el cálculo del valor ajustado el coeficiente de rotación de existencias, que origina una revalorización pequeña de las existencias contables, debido a que la rotación de existencias se produce en un período corto de tiempo.

2. En el estudio de A.P.D., se supone que el método de valoración seguido por la empresa es el coste medio, lo que origina una mayor revalorización.

8. P_t^1 : Índice de precios correspondiente al deflactor implícito de la F.B.C.F. en t .

Además, en ese estudio la revalorización se calcula sobre las existencias ajustadas del período anterior, en lugar de sobre las contables, que es el método empleado por el Banco de España.

Las divergencias de magnitud observadas en los dos estudios en la revalorización nominal del Activo real, dependen de esos diferentes supuestos empleados y de la diferente estructura del Balance de la empresa promedio de cada estudio, que reproducimos a continuación en la Tabla 2.

TABLA 2
PORCENTAJE SOBRE ACTIVO Y PASIVO TOTAL NETO

	A.P.D.		BANCO DE ESPAÑA	
	1972	1981	1972	1981
Inmovilizado material	38,7	35,8	68,0	74,0
Existencias	22,4	23,3	8,7	7,8
Recursos ajenos totales	60,3	53,0	51,7	55,1

Esas diferencias observadas en la revalorización de las partidas de Activo real tienen su contrapartida en un beneficio ajustado que en el estudio del Banco de España es siempre (1973-1981) superior al beneficio contable, mientras que en el estudio de A.P.D., en ese mismo período, hay años (1975, 1976, 1977, 1980 y 1981) en que el beneficio ajustado es inferior al contable.

La divergencia entre beneficio ajustado y beneficio contable es el reflejo de las diferencias en los ajustes por inflación realizados en la Cuenta de Resultados, que enumeramos a continuación:

1. El ajuste por amortizaciones es cuantitativamente mayor en el estudio de A.P.D. que en el estudio del Banco de España, debido a la mayor tasa de depreciación utilizada sobre el capital fijo.

2. En el ajuste sobre capital circulante real consumido, ambos trabajos consideran que las empresas han valorado las existencias incorporadas al producto final al coste medio de adquisición, aunque en el estudio de A.P.D. las existencias sobre las que se aplica la revalorización por aumento del índice de precios son las existencias ajustadas de inicio de período, mientras que en el estudio del Banco de España son las existencias promedio de dos períodos.

Además en el estudio del Banco de España, el ajuste en el coste de las ventas presupone unas existencias incorporadas al producto final al coste medio de adquisición, mientras que en el ajuste de Balance sobre existencias aún no consumidas se presupone un método de valoración diferente.

El supuesto de valoración de existencias debería ser el mismo en ambos ajustes, para que las modificaciones del Balance y Cuenta de Resultados fueran congruentes.

3. El ajuste por pérdida de valor real de la deuda, o ajuste en gastos financieros, se calcula en A.P.D. mediante la utilización del I.P.C. y sobre el total de recursos ajenos, mientras que en el estudio del Banco de España ese ajuste se calcula con el deflactor implícito del P.I.B. y sobre los recursos ajenos netos de activos financieros.

4. Finalmente el último ajuste trata de obtener las ganancias ó pérdidas de capital real para la empresa, a través de la diferencia entre los índices de precios utilizados para la revalorización de activos y el índice representativo de la inflación general.

Aunque hemos visto que este último índice era diferente en cada estudio, el efecto total neto de este ajuste y el correspondiente a gastos financieros es conceptualmente el mismo en ambos estudios, y equivale a calcular la pérdida de poder adquisitivo de la deuda con el índice de precios específico a los bienes de Activo real.

Además, hay que tener presente que este ajuste se calcula, en el estudio del Banco de España, a diferencia de A.P.D., sobre un Activo básicamente real y por lo tanto sujeto en su totalidad a revalorización nominal, compensándose de este modo el menor valor del ajuste sobre recursos ajenos, que no son totales sino netos de activos financieros.

Los mayores beneficios ajustados en relación a los contables que obtenemos en el estudio del Banco de España, tienen su origen básico en el ajuste realizado sobre gastos financieros y ocasionan una rentabilidad financiera ajustada que es mayor, en los últimos años, que la obtenida a partir de datos contables, y disminuye menos que ésta (Tabla 3).

Una vez obtenidas las rentabilidades económica y financiera ajustadas, es interesante confrontarlas con los tipos de interés.

En el período objeto de estudio los gastos financieros devengados por la deuda, recogidos en la Cuenta de Resultados, experimentaron un importante aumento en el segundo subperíodo: 1973-1981 en relación al primer subperíodo: 1962-1973.

Ese aumento en la tasa de crecimiento de los "intereses" fue consecuencia de la incorporación, total o parcial, en el tipo nominal de interés, de una inflación media en el período 1973-1981 superior a la registrada en 1962-1973.

TABLA 3

**RENTABILIDAD FINANCIERA NETA DESPUES DE IMPUESTOS, O RENTABILIDAD
DE LOS RECURSOS PROPIOS (Porcentajes)**

	CONTABLE			AJUSTADA		
	A.P.D.	ESPITIA	BCO. ESPAÑA	A.P.D.	ESPITIA	BCO. ESPAÑA
1962		11,5	10,77		12	
1963		11,5	8,81		11,7	
1964		11,1	8,68		13,2	
1965		9,-	7,21		12,4	1,64
1966		8,6	6,46		11,9	1,33
1967		7,6	5,58		10,-	4,97
1968		8,2	6,29		9,9	6,38
1969		9,1	6,64		9,8	8,18
1970		9,2	6,78		9,6	7,95
1971		9,7	7,19		9,7	5,82
1972	18,66	10,4	7,78	18,79	9,6	5,20
1973	17,32	11,3	8,94	19,4	8,6	9,21
1974	13,61	8,5	6,03	24,6	7,6	14,17
1975	9,24	7,5	5,28	6,3	6,9	6,03
1976	10,22	6,1	5,23	7,7	5,6	5,04
1977	9,41	6,5	5,21	3,7	5,1	6,98
1978	5,75	4,5	3,24	5,9	3,6	4,45
1979	5,99	2,8	2,37	8,5	4,1	4,98
1980	0,60	2,-	1,29	-0,4	4,-	8,45
1981	1,7	2,7	1,36	0,5	4,6	10,42
1982	---	---	-0,40	---	---	2,26

Ahora bien, a esos mayores tipos nominales de interés correspondieron unos tipos reales especialmente bajos en el período 1973-1981. Incluso, en ese período, en algunos años los tipos reales fueron negativos según cual sea el tipo nominal de interés considerado.

Esa evolución de los tipos reales de interés origina, en el estudio del Banco de España y en el de Espitia, un apalancamiento financiero positivo, con una rentabilidad financiera ajustada mayor que la económica ajustada (Tabla 4).

Con datos contables, y por lo tanto, con tipos nominales de interés, la rentabilidad financiera no es siempre mayor que la económica, especialmente en los últimos años.

TABLA 4
RENTABILIDAD ECONOMICA NETA ANTES DE IMPUESTOS (Porcentajes)
 (Tabla resumen de la Tabla n.º 1)

	CONTABLE			AJUSTADA		
	A.P.D.	ESPITIA	BCO. ESPAÑA	A.P.D.	ESPITIA	BCO. ESPAÑA
Hasta 1969	---	8,71	6,41	---	9,57	4,35
1970-1973	12,79	9,57	6,6	11,85	8,2	4,5
1974-1978	10,63	7,8	5,58	7,21	5,19	2,63
1979-1982	9,53	6,16	5,18	9,14	3,9	2,16

RENTABILIDAD FINANCIERA NETA DESPUES DE IMPUESTOS (Porcentajes)
 (Tabla resumen de la Tabla n.º 3)

	CONTABLE			AJUSTADA		
	A.P.D.	ESPITIA	BCO. ESPAÑA	A.P.D.	ESPITIA	BCO. ESPAÑA
Hasta 1969	---	9,58	7,55	---	11,36	4,5
1970-1973	18,-	10,15	7,66	19,15	9,38	7,05
1974-1978	9,64	6,62	5,-	9,64	5,76	7,34
1979-1982	2,76	2,5	1,15	2,86	4,23	6,53

2.3. Inflación, tasa de reparto de beneficios y endeudamiento.

El mayor beneficio ajustado en relación al contable significará, en cuanto que dividendos e impuestos están correctamente valorados en pesetas corrientes, un ahorro de empresas no contabilizado y comprometido en la devolución de deuda.

Ese mayor beneficio tendrá implicaciones en el nuevo cálculo de algunos ratios.

Así, tendremos una tasa de reparto de dividendos inferior a la obtenida a partir de datos contables.

De igual modo, en cuanto el beneficio ajustado ha sido mayor que el contable, las revalorizaciones de los bienes de Activo real de la empre-

sa tendrán como contrapartida, no solamente un mayor valor nominal de los recursos propios, sino también un mayor valor real, fruto de ese ahorro de empresas no contabilizado.

Si además la deuda nominal no ha evolucionado con la tasa de inflación, obtendremos una disminución, a lo largo del período, del ratio de endeudamiento, definido como
$$\frac{\text{Recursos Ajenos}}{\text{Recursos Propios}}$$

De hecho, a partir de datos contables, la realización de las revalorizaciones del inmovilizado material y existencias, cuando no han sido totalmente tenidas en cuenta en las Regularizaciones efectuadas, implican un mayor valor nominal de los recursos propios y consecuente menor valor de la tasa de endeudamiento en comparación a la contable previa, tal como se observa en la Tabla 5.

TABLA 5

TASA DE ENDEUDAMIENTO $\frac{\text{RECURSOS AJENOS}}{\text{RECURSOS PROPIOS}}$ (Porcentajes)

	BANCO DE ESPAÑA (*)		ESPITIA	
	Contable	Ajustada	Contable	Ajustada
1965	0,62	0,60	0,57	0,72
1966	0,75	0,70	0,64	0,82
1967	0,83	0,73	0,64	0,80
1968	0,91	0,77	0,66	0,76
1969	0,93	0,75	0,69	0,71
1970	0,96	0,73	0,72	0,66
1971	1,03	0,75	0,75	0,68
1972	1,07	0,76	0,73	0,60
1973	1,09	0,72	0,72	0,50
1974	0,91	0,67	0,63	0,50
1975	0,95	0,65	0,66	0,52
1976	1,04	0,66	0,82	0,53
1977	1,18	0,66	0,96	0,50
1978	1,30	0,62	1,12	0,49
1979	1,00	0,62	0,75	0,48
1980	1,04	0,65	0,78	0,52
1981	1,31	0,65	1,-	0,62
1982	1,67	0,73		

(*) Según Hipótesis I.

3. CONCLUSIONES

Las principales conclusiones que podemos extraer de este trabajo, son las siguientes:

1. En períodos inflacionarios, los estados contables precisan de diversos ajustes a fin de establecer una correcta valoración del beneficio y ahorro de empresas.

Esos ajustes reducirán el excedente neto de explotación en relación al contable, y originarán un nuevo reparto de ese excedente más favorable a beneficios, como renta de los recursos propios, que a intereses, considerados como renta de prestamistas y obligacionistas.

La comparación de los resultados que se obtienen al realizar los ajustes en los estados contables en tres diferentes estudios sobre la empresa española nos permite afirmar:

2. Las elevadas tasas de inflación, desde mediados los años setenta a inicios de los ochenta, y la brecha que produjeron entre el tipo nominal y real de interés, fueron las causantes principales de una disminución del beneficio contable (aún con tipos reales de interés pequeños o negativos) que no estaba reflejando fielmente la situación económica de esas empresas.

3. La crisis económica, que realmente se comprueba que existió al comparar la rentabilidad económica contable y ajustada, queda magnificada por los datos contables sin ajustar.

A este respecto, baste señalar que la rentabilidad financiera ajustada supera sustancialmente en los últimos años a la rentabilidad financiera contable, especialmente en las empresas fuertemente dependientes de la financiación por deuda para la compra de bienes de capital fijo.

4. Ese beneficio ajustado mayor que el contable corresponde a un beneficio retenido o ahorro de empresas no contabilizado, y comprometido en la devolución de deuda.

El mayor ahorro de empresas origina una mejora en el coeficiente de endeudamiento de las empresas y una disminución en la tasa de reparto de beneficios efectivamente realizada.

BIBLIOGRAFÍA

- ASOCIACIÓN PARA EL PROGRESO DE LA DIRECCIÓN (A.P.D.) (1969): *Examen económico-financiero de la empresa española (sexto análisis) 1981 y previsión para 1982*.
- AYERBE CORTÉS, FCO. J. (1988): *El ahorro de empresas*. Tesis doctoral. Barcelona.
- ESPITIA ESCUER, M.A. (1985): *Aplicaciones microeconómicas de la "q" de Tobin: la empresa española: 1962-1981*. Tesis doctoral. Zaragoza.
- GUITIÉRREZ, F.; FERNÁNDEZ, E. (1985): *La empresa española y su financiación: 1963-1982*. Banco de España. Servicio de Estudios. Estudios Económicos.
- MARTÍNEZ MÉNDEZ, P. (1986): *Los gastos financieros y los resultados empresariales en condiciones de inflación*. Banco de España. Servicio de Estudios. Estudios Económicos.
- MODIGLIANI, F.; COHN, R. (1979): *Inflation, Rational Valuation and the Market*. Financial Analysts Journal. Marzo-Abril.
- SENETERRE, A. (1983): *Contabilidad e Inflación*. Ed. Deusto, S.A.
- VALLVERDÚ CALAFELL, J. (1986): *La inestabilidad monetaria y la información contable en el marco de los principios de la contabilidad generalmente aceptados: el resultado monetario*. Tesis doctoral. Barcelona.